

库存周期变化对铝价走势有何影响

就铝行业而言,下游分布非常分散,包括地产、基建、汽车、电力电子以及包装等各类领域。可以说,铝下游需求与国民经济发展密切相关,宏观经济周期往往蕴含着铝的需求周期,铝价也随着宏观经济周期的波动而呈现周期性特征。通过探讨库存周期框架下的铝价运行规律,分析人士认为,2024年随着我国和美国补库共振周期到来,铝价将大概率取得亮眼表现,易涨难跌。

市场观察

■ 记者 郑泉

深度分析

■ 余菲菲

2024年铝价将大概率取得亮眼表现

A 库存周期包含的四大阶段及其特点

长久以来,市场上对宏观经济周期的划分有许多论点,大致可以分为:受企业库存投资驱动的基钦周期(3—4年);受资本投资和设备更新驱动的朱格拉周期(9—10年);受科技创新驱动的康德拉季耶夫周期(50—60年)。一般来说,1个康德拉季耶夫周期包含6个朱格拉周期,1个朱格拉周期包含3个基钦周期。当前,在普遍的理论研究框架内,基钦周期被理解为库存周期,时间跨度短、实用性强,是验证短期经济周期的经典方法论。

对企业而言,库存管理十分重要,如果企业库存过高,会造成资金压力以及管理成本增加,如果库存过低又可能影响销售,所以拥有相对稳定尤其是匹配需求的库存水平是企业的理想状态。库存周期则反映企业的库存变化情况,如果企业预期未来需求将增加,就会主动投资扩产,带动库存增加,反之就会减少

库存水平。由于工业企业一般根据商品价格走势和盈利预期来调整产成品存货,所以库存变动往往滞后于需求变化,进而导致供需节奏错配,形成库存周期。因此,宏观全社会库存也往往成为反映宏观经济周期变动的重要指标。

所以说,在划分库存周期时,不仅要观察库存本身,还要考虑需求状况。根据库存和需求的相对变化,一个完整的库存周期包含被动去库、主动补库、被动补库、主动去库四个阶段,但并非每一轮周期都包含这四个阶段。

被动去库:需求上升+库存下降。该阶段一般被视为库存周期的起点,该阶段的经济开始触底回升,需求低位回暖,但企业还未及时增产导致库存被动下降,库存水平到达底部,等待需求复苏得到确认后进入补库阶段。对铝产业而言,一般对应的是下游品种

需求回升,或者在预期带动下,市场情绪开始改善。

主动补库:需求上升+库存增加。该阶段的经济处于持续上行时期,企业预期需求继续增长,主动增加库存以防供不应求。该阶段的后期一般表现为经济见顶。

被动补库:需求下降+库存增加。该阶段的经济开始进入承压时期,需求高位回落,但企业还未及时调整生产(减产)导致库存被动增加,库存水平到达峰值。对铝产业而言,可以理解为需求放缓,价格下跌,终端先经历被动补库并向上游传导,进而导致原材料价格下跌。

主动去库:需求下降+库存下降。该阶段的经济处于持续承压时期,需求疲弱,企业预期需求进一步减少,压榨产能,减少库存。该阶段一般呈现供需双弱、价格下跌的现象。

B 国内聚焦库存周期变化拐点的到来

下面笔者选取1998年以来我国工业企业产成品存货同比数据和工业企业营业收入同比数据作为指标,复盘过去20多年来我国库存周期的变化。截至2023年12月,我国已经历7轮完整的库存周期,每一轮库存周期平均历时约41.29个月。理论上,主动补库和主动去库属于经济中的稳态和常态,一般持续时间相对较长;被动补库和被动去库属于企业为适应需求意外变化的调整行为,一般持续时间较短,尤其是被动去库阶段。不过,通过梳理统计历史数据发现,在库存周期的四大阶段中,被动去库周期持续时间最短,平均7.43个月;被动补库周期持续时间较长,平均11个月,仅次于主动去库周期。

由于市场通常将被动去库视为一轮库存周期的起点,所以库存周期的启动通常也是经济开始触底回升的时候,伴随着下游需求回升提振,尤其是海外需求以及国内房地产、基建投资的提振。当前,距离我们最近的一轮完整的库存周期刚刚结束,即第7轮库存周期(2020年3月—2023年2月),此轮周期起始于2020年公共卫生事件出现的初期,此前公共卫生事件导致经济短时间内承压,而后国家大力推出基建等稳经济政策,推动工业企业开启新一轮库存去化周期。

目前来看,我国库存周期处于被动去库的尾声,但尚未进入补库周期。本轮库存周期始于2023年3

月,此时我国工业企业产成品存货同比下降,但主营收入累计同比出现触底迹象,即我国自2023年3月起已经进入被动去库阶段,7月我国工业企业产成品存货同比出现触底迹象,8月、9月产成品存货同比连续上升,但10月产成品库存增速回落1.1个百分点至2.0%。此外,我国工业企业营业收入同比自2023年二季度以来波动较小,且方向多次改变,趋势性并不明显,还需要时间来确认,所以尚不能断定我国当前已经进入补库周期。

此外,截至2023年10月,我国工业企业利润累计同比仍然下降7.8%,表明终端消费不及预期,工业企业扩大再生产和补库的意愿不强。主动补库的前提是需求增长,带动企业利润出现明显修复,企业预期需求增长,才会有动力增加生产和补充库存,单纯的库存处于低位并不能判断进入补库周期。

那么,我国何时进入补库周期?笔者认为,在前期地产、基建等投资持续承压,以及出口增速继续探底的背景下,提振和扩大内需成为拉动经济的重要着力点。而与需求水平相关的企业库存水平也被市场所关注,我国工业企业产成品存货同比数据在时间(被动去库已持续10个月,高于平均水平)和空间(2023年7月产成品存货同比增速1.6%,处于历史低位水平)上均接近底部,市场普遍将目光聚焦到库存

周期变化的拐点上来,期望库存周期变化成为促进经济复苏的新动能。对此,我们可以参考库存周期的领先指标,给出一些指引。

一是参考领先指标PPI进行乐观预期。根据历史统计,在每一轮库存周期中,PPI见底的时间平均领先库存低点5—6个月。我国PPI在2023年6月筑底后已连续3个月回升,但10月、11月再度回落,说明经济复苏之路仍充满挑战。笔者认为,本轮PPI的反弹动力主要来自海外输入性因素,但内需仍然欠佳,预计内需回暖之前PPI仍将承压,进而影响企业利润率修复。按照以往规律,即PPI平均领先库存周期6个月,预计我国最早可在2024年年初进入主动补库周期。

二是参考市场主流观点进行谨慎预期。库存周期背后的主要驱动力来自国内地产、基建投资的内部需求和出口的外部需求。截至目前,出口的外部需求逐渐占据主导地位。市场谨慎观点认为,美联储等发达国家央行的高利率环境仍然会抑制其需求扩张,外需拐点尚未到来,我国的补库周期可能要延后至2024年6月前后。

展望后市,无论是乐观预期还是谨慎预期,2024年上半年,我国将大概率步入主动补库阶段。届时,随着经济景气度提升,企业加大投资和生产力度,将共同推动企业库存量上升。

C 关注国外被动去库周期结束的时点

笔者选取1993年以来美国库存总额同比数据和销售总额同比数据作为指标,复盘过去30年美国库存周期的变化过程。截至目前,美国已经历9轮完整的库存周期。美国最新一轮库存周期起始于2020年4月,美国库存总额同比下降,而销售总额同比开始触底上升,此轮被动去库持续4—5个月之后,美国即进入持续一年半之久的补库阶段。2022年7月美国才进入主动去库周期,2023年6月美国销

售总额同比数据触底,自此可以认为美国已经进入被动去库阶段。2023年9月美国销售总额同比数据已经连续3个月同比回升,而库存总额同比维持下降趋势。不过,由于2023年10月美国销售总额同比数据再度出现下滑,所以暂时难言此轮被动去库周期已经走完。

同样,参考领先指标PPI进行预期,2023年5月美国PPI出现阶段性低点0.40%,直到9月才出现持续3

个月的同比回升,但10月、11月再度出现趋势性下滑,11月美国PPI指标跌回至0.80%。总体而言,当前美国PPI指标仍处于低位反复阶段,趋势性信号不明显,需要时间确认。参考市场主流观点进行预期,考虑到美国从2022年7月进入去库周期,至今已长达16个月之久,高于平均水平。当前,市场普遍认为2024年一季度美国可以进入补库周期,这有利于拉动美国和我国经济增长。

D 国内外补库共振周期有望拉动铝市

对比过去几十年我国和美国库存周期变化,可以发现,随着我国制造业在全球产业链的地位不断提升,我国从第3轮库存周期开始逐步与美国库存周期趋于同步,通常而言,美国库存周期小幅领先1—3个月。结合前文对美国和我国补库周期的预测,如果2024年一季度美国顺利进入补库周期,则有望通过出口需求带动我国在2024年二季度顺利进入补库周期。也就是说,我国和美国有望在2024年二季度进入补库共振周期,继而对铝价形成拉动效应。

笔者分别对过去几十年我国和美国不同库存周期阶段的铝价走势进行统计分析,结果显示:新一轮

库存周期启动即进入被动去库时,铝价已经率先开启上涨势头,这种涨势会一直持续到主动补库阶段。也就是说,铝价上涨和经济开始上行,需求开始增长的节奏较为一致,原因可能在于铝终端消费结构主要集中在地产、基建、汽车等传统制造业领域,而这类领域往往也是推动库存周期变化的核心。

回到铝价上,2022年7月下旬至今,伦铝和沪铝价格已经持续振荡一年半之久,仍未走出突破性行情。不过,进入2023年四季度后,伦铝和沪铝价格运行重心呈现小幅上移趋势。总体来看,2023年下半年铝价走势略强于上半年,这与上文对库存周期阶段与

铝价走势规律的判断较为一致。从内外强弱对比上看,2023年沪铝走势明显强于伦铝,剔除汇率因素后,沪铝较伦铝走强幅度超过5%,凸显内强外弱格局,这一点也同样符合上文在我国被动去库而美国尚处于主动去库阶段,沪铝走势强于伦铝的判断。

综上所述,本文通过分析我国和美国库存周期的内在逻辑、发展规律,以及伦铝和沪铝走势之间的关联性,得出结论,即2024年随着我国和美国补库共振周期到来,铝价将大概率取得亮眼表现。笔者认为,在供应触顶、需求支撑的背景下,铝价有望呈现易涨难跌格局。(作者单位:建信期货)